

买入

2023年10月24日

23年第三季度业绩优于预期, 威尼斯人 EBITDA 率基本已恢复到2019年的水平

- 23年第三季度业绩概况:** 净收益同比增长 309.2%, 环比增长 9.9%, 到 17.8 亿美元 (恢复到 2019 年的 84%)。贵宾业务环比增长 2.5% (此业务恢复到 19 年同期的 42%), 中场业务业务环比增长 10.1% (高端中场环比增长 2.7%, 恢复到 19 年同期的 90%; 大众中场环比增长 17.2%, 恢复到 19 年同期的 89%)。零售业务方面: 毛收入和经营利润分别环比增 14.8% 及 16.8% (分别恢复到 2019 年的 102%/101%)。酒店入住率提升到 95.9, 平均价格为 203 美元。经调整 EBITDA 环比增长 16.6% 到 6.3 亿美元 (恢复到 19 年同期的 84%); EBITDA 率达 35.4%。EBITDA 恢复态势良好, 受益于收入结构的优化和正面规模效应的影响。季度净利润环比增长 23.5% 到 2.3 亿美元。第三季度业绩优于预期。集团持有现金约 10.9 亿美元, 净负债减少到 73.3 亿美元。
- 各娱乐场的表现:** 澳门威尼斯人、伦敦人、巴黎人、澳门四季酒店及百利宫娱乐场、澳门金沙的收入分别恢复到 2019 年同期的 85%、106%、64%、98%、49%; 其经调整 EBITDA 分别为 290 百万美元、167 百万美元、81 百万美元、71 百万美元、17 百万美元 (分别恢复到 2019 年同期的 85%、99%、68%、95%、33%)。澳门威尼斯人的 EBITDA 率更达 40.1% (基本已恢复到 2019 年的 40.2% 的水平)。
- 其他要点:** 管理层对于澳门近期和长期的增长保持信心。随着行业的收入继续恢复, EBITDA 率还是有提升的空间 (应能超越 2019 年 36% 的水平, 威尼斯人的表现是很好的例子)。期内, 集团根据客户的需求, 把部分高端中场的赌台调整到大众中场; 这两业务每天每张赌台的收入环比都有增长 (高端中场: +18.6% / 大众中场: +6.8%), 显示良好的赌台管理能力。伦敦人第二期: 预计于今年 11 月开始动工, 完工时间也提前到 2025 年的春节。此项目的预算为 10 亿美元, 计划把 Sheraton 和 Conrad 酒店及 Pacifica 娱乐场重新装修和定位; 也会增加新的景点, 餐饮, 零售和娱乐产品。
- 维持买入评级, 目标价 35.75 港元:** 金沙中国第三季度的业绩表现优于预期; 集团作为澳门最大规模综合娱乐度假村的经营者, 在中场和非博彩领域拥有领先地位; 能优先受益于澳门旅游业的复苏。随着高端客户需求的增加, 四季名荟和伦敦人项目 (高端新的产品) 将能抢占高端中场市场份额。我们对集团的长期发展保持充满信心。我们维持买入评级, 目标价为 35.75 港元, 对应 2024 年 15.5 倍的 EV/EBITDA。
- 风险因素:** 我们认为以下是一些比较重要的风险: 宏观不确定性、同业新项目落成带来竞争加剧、复苏的速度低于预期、政策的风险。

王柏俊

852 2532 1915

Patrickwong@firstshanghai.com.hk

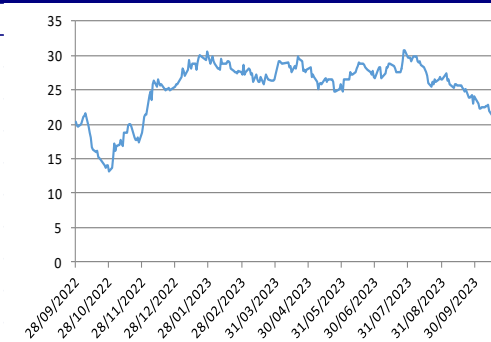
主要数据

行业	博彩和娱乐
股价	21.25 港元
目标价	35.75 港元 (+68.2%)
股票代码	1928
已发行股本	80.93 亿股
市值	1719 亿港元
52 周高/低	31.55/12.50 港元
每股净现值	-0.086 港元
主要股东	LVS Sands Corp 69.91%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2026预测
收入 (百万美元)	2,874	1,605	6,526	8,083	8,899
变动 (%)	70.4%	-44.2%	306.6%	23.9%	10.1%
EBITDA (百万美元)	341	-323	2,175	2,860	3,188
变动 (%)	-	-194.7%	-773.4%	-	-
净利润 (百万美元)	-1,048	-1,582	755	1,485	1,834
变动 (%)	-	-	-147.7%	-	-
每股收益 (美仙)	12.95	-19.55	15.44	19.57	21.82
市盈率 (倍)	17.5	(11.6)	14.7	11.6	10.4
每股股息 (美仙)	0.0	0.0	2.8	5.5	6.8
股息现价比 (%)	0.00%	0.00%	0.75%	1.48%	1.82%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日						〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2024年 预测
总收入	2,874.0	1,605.0	6,525.5	8,083.2	8,899.2	盈利能力					
净博彩收入	1,987.0	947.0	4,997.8	6,444.7	7,133.9	EBITDA 利率 (%)	11.9%	-20.1%	33.3%	35.4%	35.8%
其他收入	887.0	658.0	1,527.7	1,638.5	1,765.3	净利率 (%)	-36.5%	-98.6%	11.6%	18.4%	20.6%
经营开支	(3,411.0)	(2,768.0)	(5,297.5)	(6,094.0)	(6,549.5)	营运表现					
EBITDA	341.0	(323.0)	2,175.1	2,860.1	3,187.7	实际税率 (%)	-0.3%	0.4%	4.8%	4.8%	4.8%
营运利润	(537.0)	(1,163.0)	1,228.0	1,989.2	2,349.7	财务状况					
净财务开支	(371.0)	(425.0)	(435.7)	(430.1)	(424.5)	净资产负债率	1036.7%	-1608.9%	-6511.4%	1231.4%	493.0%
税前盈利	(1,045.0)	(1,588.0)	792.4	1,559.1	1,925.1	财务杠杆系数	0.51	0.73	1.55	1.28	1.22
所得税	(3.0)	6.0	(37.6)	(74.1)	(91.4)	ROA	-10.4%	-15.0%	6.9%	12.4%	13.9%
净利润	(1,048.0)	(1,582.0)	754.7	1,485.0	1,833.7	ROE	-118.0%	226.0%	-439.6%	171.1%	85.2%
增长						股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.75%	1.48%	1.82%
博彩净收入 (%)	70.0%	-52.3%	427.8%	28.9%	10.7%						
EBITDA (%)	-	-	-	31.5%	11.5%						
净利润 (%)	-	-	-	96.8%	23.5%						
资产负债表						现金流量表					
〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日						〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	678.0	790.0	1,456.6	2,660.3	4,133.8	税前盈利	(1,045.0)	(1,588.0)	792.4	1,559.1	1,925.1
存货	15.0	19.0	19.0	19.0	19.0	折旧和摊销	733.0	750.0	720.5	745.5	770.5
其他流动资产	199.0	1,057.0	1,057.0	1,057.0	1,057.0	营运资金变化	(167.0)	(76.0)	0.0	0.0	0.0
总流动资产	892.0	1,867.0	2,533.6	3,737.3	5,210.8	其他	567.0	441.0	398.0	356.0	333.1
固定资产	8,477.0	7,904.0	7,683.5	7,438.0	7,167.5	营运活动现金流	88.0	(473.0)	1,910.9	2,660.6	3,028.7
无形资产	38.0	31.0	31.0	31.0	31.0	资本开支	(640.0)	(241.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
投资物业	637.0	598.0	598.0	598.0	598.0	其他投资活动	6.0	(84.0)	20.0	20.9	22.0
其他	50.0	37.0	37.0	37.0	37.0	投资活动现金流	(634.0)	(325.0)	(480.1)	(479.1)	(478.0)
总资产	10,094.0	10,562.0	11,008.1	11,966.3	13,169.3	负债变化	902.0	1,200.0	(82.2)	(81.4)	(80.5)
应付帐款	1,071.0	908.0	908.0	908.0	908.0	派息	0.0	0.0	(226.4)	(445.5)	(550.1)
短期负债	18.0	1,963.0	1,963.0	1,963.0	1,963.0	其他	(536.0)	621.0	(1,367.6)	(451.0)	(446.5)
其他	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金流	366.0	1,821.0	(1,676.2)	(977.9)	(1,077.2)
总短期负债	1,094.0	2,871.0	2,871.0	2,871.0	2,871.0	现金变化	(180.0)	1,023.0	(245.4)	1,203.7	1,473.5
长期借款	7,946.0	8,218.0	8,135.8	8,054.5	7,973.9	期初持有现金	861.0	678.0	1,702.0	1,456.6	2,660.3
其他负债	166.0	173.0	173.0	173.0	173.0	汇兑损益	(3.0)	1.0	0.0	0.0	0.0
总负债	9,206.0	11,262.0	11,179.8	10,686.5	10,605.9	期末持有现金	678.0	1,702.0	1,456.6	2,660.3	4,133.8
股东权益	888.0	(700.0)	(171.7)	867.8	2,151.4						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制, 僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可, 就本報告之任何材料、內容或印本, 不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用, 並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據, 或就其作出要約或要約邀請, 也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素, 自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生, 但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性, 並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載信息的準確性、公平性、完整性或正確性, 不可作出依賴。第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經, 就本報告所載信息、評論或投資策略, 發布不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。信息、意見和估計均按“現況”提供, 不提供任何形式的保證, 並可隨時更改, 恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外, 第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」, 「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下, 任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務, 包括(但不限於)在此檔內陳述的內容, 皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區, 分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。